lax889889.com 299520.xyz



# 能科股份（603859）

证券研究报告
2020 年 08 月 21 日

## 受益产业趋势加速，5G 工业隐形冠军

**1、公司概况：智能电气+智能制造双驱动，5G 工业隐形冠军**

能科股份从智能电气起家，2015 年开始战略转型智能制造，主要为客户提供定制的，以工业互联网为核心的数字化、网络化、智能化系统解决方案。通过高端行业和客户的持续深耕，以及公司优异过硬的产品方案（尤其是 PLM 领域），带来了显著的效益提升。

**2、行业态势：对工业理解深刻，依托整体解决方案有望脱颖而出**

从 2015 年起，国家发布多个政策文件推动智能制造发展，智能制造解决方案需求增加。在政策利好的大背景下，智能制造行业快速发展，工业软件市场规模有望在 2020 年达到 2258 亿。工业软件细分市场众多，其中包括 4 个细分市场：研发设计类、生产控制类、信息管理类以及嵌入式软件。

国内外厂商各有千秋，研发设计类软件以 PLM 为核心，外资企业处于市场领先地位；生产控制类软件以 MES 和 DCS 为核心，西门子保持龙头地位；信息管理类软件以 ERP 为核心，国内企业用友成为头部厂商；嵌入式工业软件以工业通信为核心，华为荣当行业佼佼者。

在各个细分领域下，行业龙头多为标准化软件供应商，能科股份专门提供定制化软硬件集成解决方案，通过航天军工等领域客户积累了行业 Know-How，具有独特的竞争优势。

**3、未来发展：公司优势显著，营收保持高速增长**

收购联宏科技，进一步丰富客户和产品基础。横向上，能科股份充分利用联宏科技的客户资源；纵向上，能科股份和联宏科技达到了一定的协同效应，受到产业链上游龙头西门子工业的高度认可。公司下游应用领域广，客户多为各领域龙头企业。目前，协同效应初显，公司处于高速增长期，营收利润实现持续增长。2019 年，公司营业总收入同比增长 88%；2019 年净利润增速高达 78%。随着智能制造系统解决方案需求不断增加以及能科行业经验的逐步积累，我们预计未来公司营业收入及利润有望保持持续高速增长。

**盈利预测与估值**

受益于智能制造市场打开以及联宏科技的协同效益，我们预计公司 2020 年至 2022 年营业收入分别为 10.64、14.48、19.25 亿元，归母净利润分别为 1.28、1.80、2.46 亿元。给予公司 20 年 70 倍 PE 估值，对应目标价 64.4 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**工业软件发展不及预期；公司市场拓展不及预期；宏观经济波动风险

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 407.95 | 765.80 | 1,064.46 | 1,447.66 | 1,925.39 |
| 增长率(%) | 78.12 | 87.72 | 39.00 | 36.00 | 33.00 |
| EBITDA(百万元) | 103.02 | 208.64 | 165.19 | 262.95 | 350.98 |
| 净利润(百万元) | 50.71 | 90.11 | 128.07 | 180.22 | 246.09 |
| 增长率(%) | 32.93 | 77.68 | 42.13 | 40.73 | 36.55 |
| EPS(元/股) | 0.36 | 0.65 | 0.92 | 1.30 | 1.77 |
| 市盈率(P/E) | 131.96 | 74.27 | 52.25 | 37.13 | 27.19 |
| 市净率(P/B) | 9.43 | 5.19 | 4.77 | 4.28 | 3.75 |
| 市销率(P/S) | 16.40 | 8.74 | 6.29 | 4.62 | 3.48 |
| EV/EBITDA | 18.83 | 17.16 | 38.96 | 25.21 | 18.09 |

资料来源：wind，天风证券研究所

**投资评级**

| | |
|---|---|
| 行业 | 电气设备/电气自动化设备 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 46.52 元 |
| 目标价格 | 64.4 元 |

**基本数据**

| | |
|---|---|
| A 股总股本(百万股) | 139.15 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 129.75 |
| A 股总市值(百万元) | 6,473.36 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 6,036.16 |
| 每股净资产(元) | 9.54 |
| 资产负债率(%) | |
| 一年内最高/最低(元) | 51.60/21.85 |

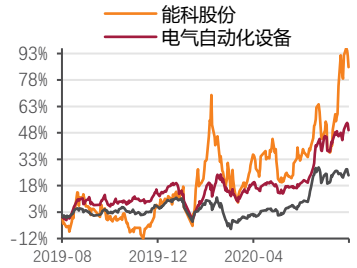
**作者**

**王纪斌** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519010001
wangjibin@tfzq.com

**沈海兵** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

**缪欣君** 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@tfzq.com

**股价走势**




资料来源：贝格数据

**相关报告**



liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz



## 内容目录

1. 公司概况：智能电气+智能制造双驱动，企业转型成功 ..... 4
2. 工业软件市场竞争态势 ..... 6
3. 能科股份未来发展 ..... 9
4. 盈利预测与估值 ..... 11

## 图表目录

图 1：能科股份主要业务 ..... 4
图 2：公司为某白电企业进行模块化咨询与平台实施 ..... 4
图 3：公司为某汽车公司进行企业级物料管理系统（BOM）咨询与平台实施 ..... 5
图 4：公司智能制造系统集成营收比持续提升 ..... 5
图 5： 智能制造系统集成毛利率整体呈上升趋势 ..... 5
图 6：公司营业收入 51%来自国防军工以及能源动力行业 ..... 5
图 7：高科技电子行业毛利率高达 59% ..... 5
图 8：智能制造发展阶段及智能工厂体系架构 ..... 6
图 9：中国智能制造行业市场规模及增速，2014-2019E ..... 7
图 10：中国工业软件市场规模及增速，2015-2018 ..... 7
图 11：工业软件四大分类 ..... 7
图 12：工业软件细分市场份额 ..... 7
图 13：研发设计类软件市场规模占比，PLM 需求量最大 ..... 7
图 14：外资企业在技术和市场方面仍处于领先地位 ..... 7
图 15：生产控制类软件市场规模占比，MES 需求量最大 ..... 8
图 16：西门子在生产控制类软件中保持龙头地位，遥遥领先 ..... 8
图 17：信息管理类软件市场规模占比，ERP 需求量最大 ..... 8
图 18：国内企业占据大部分市场，用友处于行业领先地位 ..... 8
图 19：嵌入式工业软件市场规模占比，工业通信需求量最大 ..... 8
图 20：国内海尔等企业发展潜力大，华为处于行业领先地位 ..... 8
图 21：联宏科技通过开放式集成为客户提供解决方案 ..... 10
图 22：能科股份主要提供软硬件集成的系统解决方案 ..... 10
图 23：联宏科技被产业链龙头西门子高度认可 ..... 10
图 24：能科股份下游客户众多，分布于航空航发、高端装备等多个领域 ..... 10
图 25：联宏科技下游客户众多，主要集中在机械制造、汽车、消费电子等领域 ..... 10
图 26：公司收入高增 ..... 11
图 27：大力发展智能制造业务后,公司净利润高速上涨 ..... 11

表 1：我国近五年内智能制造产业相关政策梳理 ..... 6



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



表 2：行业龙头产品同质化严重，能科股份可以提供软硬件集成的定制化解决方案 ..... 9
表 3：联宏科技主要解决方案 ..... 9
表 4：公司主要业务收入预测 ..... 11
表 5：可比公司 ..... 12



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



## 1. 公司概况：智能电气+智能制造双驱动，企业转型成功

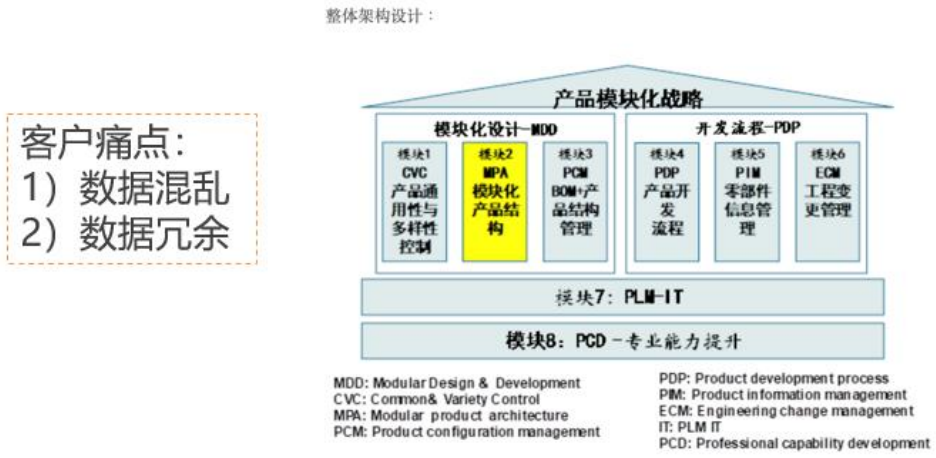
**产品：智能电气+智能制造，软硬件集成智能解决方案。**能科股份从智能电气起家，2015年开始战略转型智能制造，主要为客户提供定制专属的以工业互联网为核心的，数字化、网络化、智能化系统解决方案。

**图 1：能科股份主要业务**

资料来源：公司年报，能科股份官网，天风证券研究所

**价值与场景：提高产品设计效率与质量，提升产品竞争力。**1）通过产品模块化设计，大大提高产品设计效率及产品设计质量，不断提升产品的竞争力。2）通过模块的组合配置，可以创建不同需求的产品，满足客户的定制需求；相似性的重用，可以使整个产品生命周期中的采购、物流、制造和服务资源简化。

**图 2：公司为某白电企业进行模块化咨询与平台实施**




资料来源：能科股份官网，天风证券研究所

**价值与场景：数据与业务流程高度协同，降低数据维护成本。**能科股份利用业内长期积累的经验帮助企业清晰定义 BOM 管理系统应该提供的功能，帮助企业实现了业务需求到 IT 系统功能之间的转换。

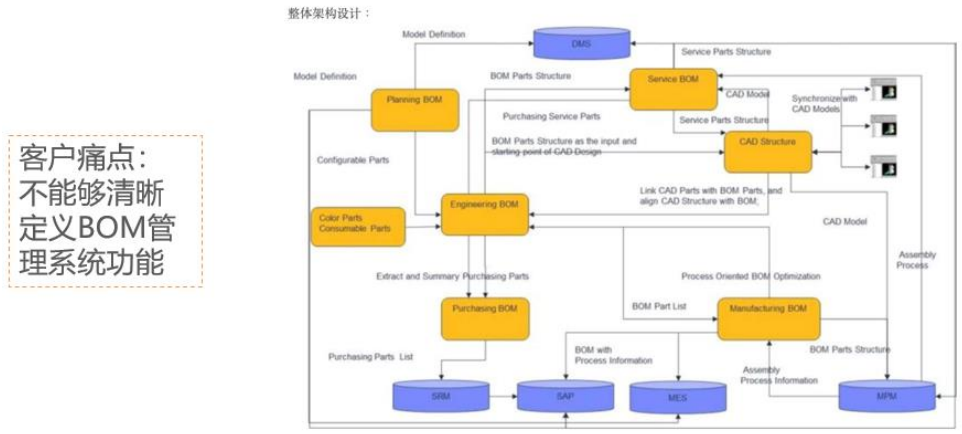


liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



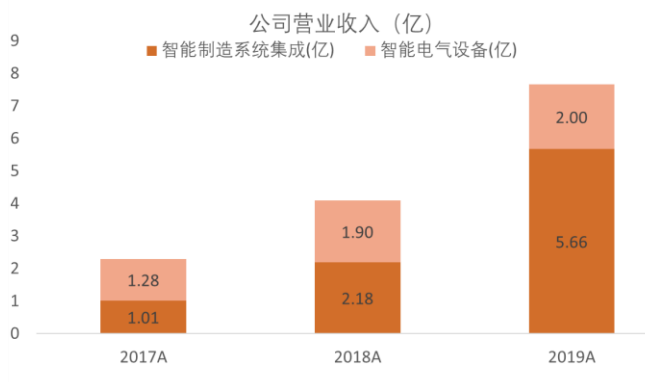
图 3：公司为某汽车公司进行企业级物料管理系统（BOM）咨询与平台实施




资料来源：能科股份官网，天风证券研究所

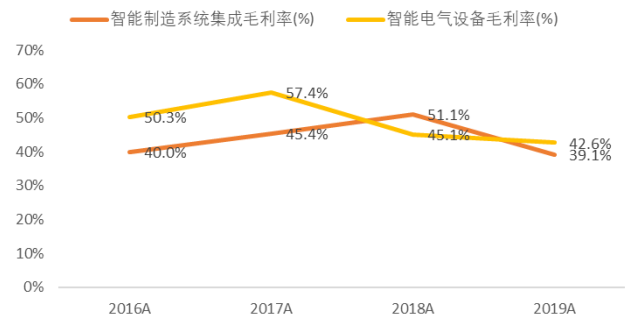
**收入结构：转型成功，智能制造系统集成营收比持续提升。**1）公司近三年转型智能制造业务取得成功，智能制造系统集成营收占比从 44%上升至 74% ；2）2019 年，公司实现营业总收入 7.7 亿元，同比增长 88%，净利润 0.9 亿元，同比增长 78%，增幅创 3 年新高。毛利率看，智能制造系统集成毛利率呈上升趋势，因 2019 并购联宏科技，增加了汽车解决方案，其毛利率相对较低，导致 2019 年智能制造系统集成毛利率下降。

图 4：公司智能制造系统集成营收比持续提升




资料来源：wind，天风证券研究所

图 5： 智能制造系统集成毛利率整体呈上升趋势




资料来源：wind，天风证券研究所

**收入结构：国防军工及能源动力为主要业务领域。**1）能科股份 2019 年营业收入接近 51%来自国防军工及能源动力行业。

2）毛利率看，能源动力与国防军工行业毛利率较高，汽车及交通运输毛利率较低，仅有 30.48%。

图 6：公司营业收入 51%来自国防军工以及能源动力行业

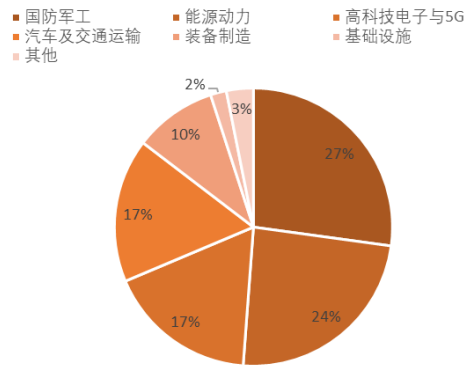
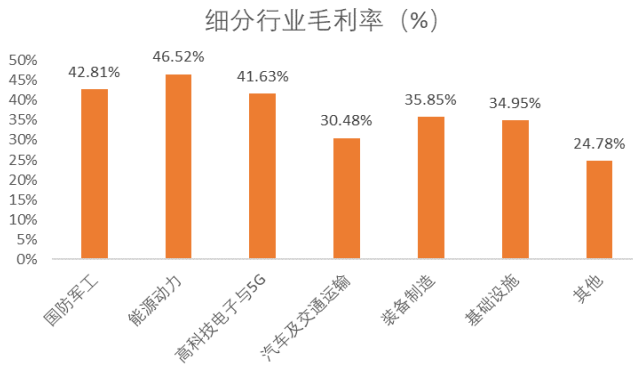



图 7：高科技电子行业毛利率高达 59%






liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



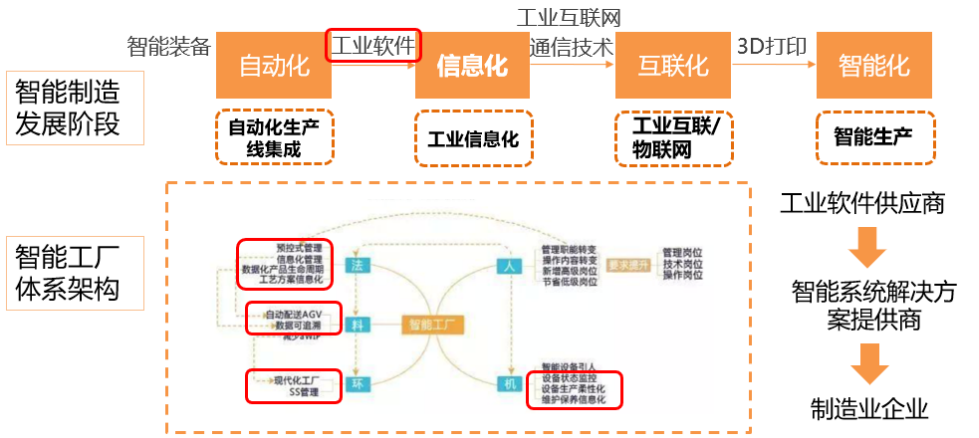
资料来源：公司年报，天风证券研究所

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 2. 工业软件市场竞争态势

**智能制造是以“智能工厂”为核心的新型生产方式，而智能工厂的核心为工业软件。**面对科技发展新趋势，数字化、网络化、智能化逐渐成为制造业变革的核心。中国作为制造大国，发展智能制造是供给侧结构性改革的重要组成部分之一，将推动中国制造更高质量的发展。

**图 8：智能制造发展阶段及智能工厂体系架构**




资料来源：中创研究院，天风证券研究所

**驱动因素：国家政策为智能制造发展提供有力的制度供给。**从 2015 年起，国家发布多个政策文件推动智能制造发展，智能制造解决方案需求增加。2015 年上半年，“互联网+”和“工业 4.0” 两大新兴产业政策的推出催化了智能制造产业的发展；2015 年 5 月，《中国制造 2025》发布。在两大顶层设计落地后，2015 年、2016 年智能制造试点项目公布的前期，机器人、智能硬件等专项规划的落地也加速了智能制造产业的发展。

**表 1：我国近五年内智能制造产业相关政策梳理**

| 时间 | 文件名称 |
|---|---|
| 2015 年 5 月 | 《中国制造 2025》 |
| 2015 年 7 月 | 《关于积极推进“互联网+” 行动的意见指导》 |
| 2016 年 5 月 | 《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》 |
| 2016 年 9 月 | 《智能制造发展规划（2016-2020 年）》 |
| 2016 年 12 月 | 《中国智能制造"十三五"规划》 |
| 2017 年 10 月 | 《高端智能再制造行动计划（2018-2020 年）》 |
| 2017 年 11 月 | 《深化“互联网+先进制造业”发展工业互联网的指导意见》 |
| 2018 年 9 月 | 《国家智能制造标准体系建设指南（2018 年版）》 |

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**时间与空间：2020 年工业软件市场规模预计将达到 2258 亿元。**1）智能制造行业快速发展，仅用时 3 年时间， 2014 年市场规模 8181 亿元扩大至 15150 亿元，年均复合增速高达 23%。2）从 2015 年至 2018 年，我国工业软件市场规模以年均复合增速 16%稳定发展，预计 2020 年市场规模将达到 2258 亿元。

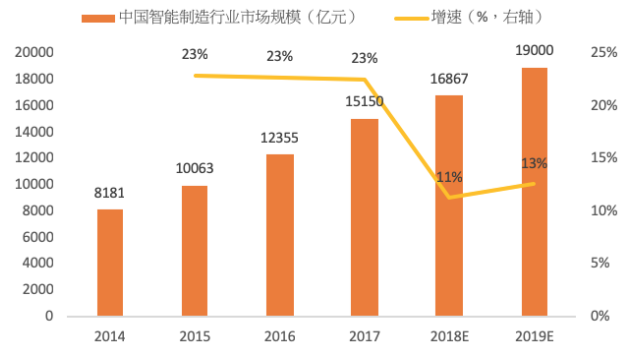


liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

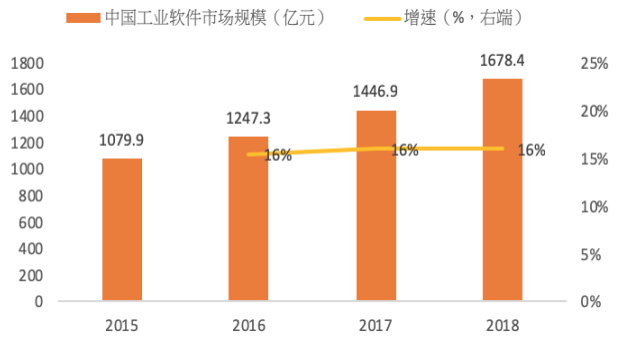


图 9：中国智能制造行业市场规模及增速，2014-2019E




资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

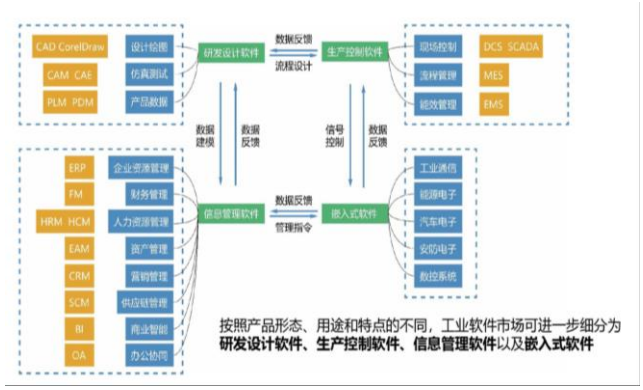
图 10：中国工业软件市场规模及增速，2015-2018




资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

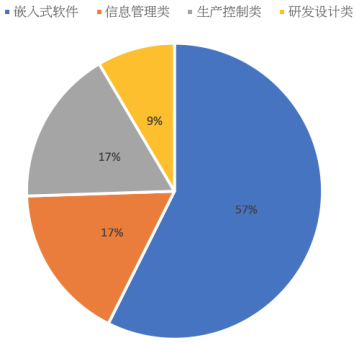
**行业格局：细分市场以 PLM、ERP、MES 和嵌入式软件为核心。**工业软件市场主要有 4 个细分市场，研发设计类、生产控制类、信息管理类以及嵌入式软件。目前，嵌入式软件市场份额占比高达 57%。

图 11：工业软件四大分类




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

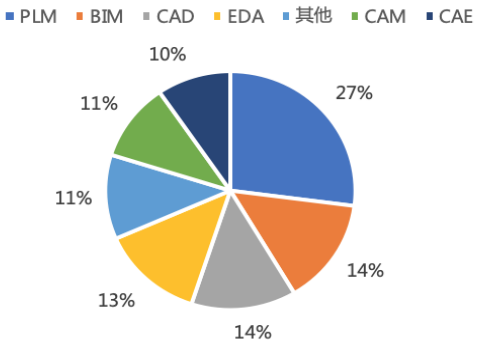
图 12：工业软件细分市场份额




资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

**研发设计类软件以 PLM 为核心，外资企业处于市场领先地位。**1）市场结构：研发设计类软件类别相对丰富，产品全生命周期管理系统（PLM） 需求量最大，占比 27%。2）市场竞争格局：外资企业在技术和市场方面处于领先地位，国内企业仅有两家营业额进入市场前十。

图 13：研发设计类软件市场规模占比，PLM 需求量最大




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

图 14：外资企业在技术和市场方面仍处于领先地位

资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

**生产控制类软件以 MES 和 DCS 为核心，西门子保持龙头地位。**1）市场结构：生产控制类软件类别相对集中，生产过程管理系统（MES）和分布式控制系统（DCS） 需求量最大，分别占比 29%和 23%。2）市场竞争格局：西门子在生产控制类软件中保持龙头地位。

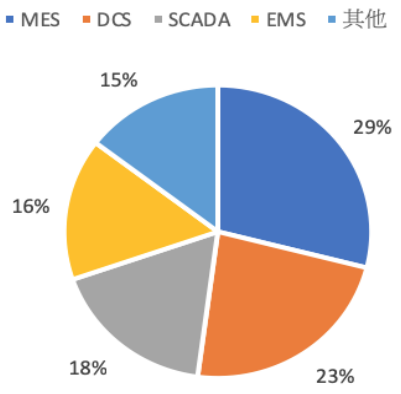


liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

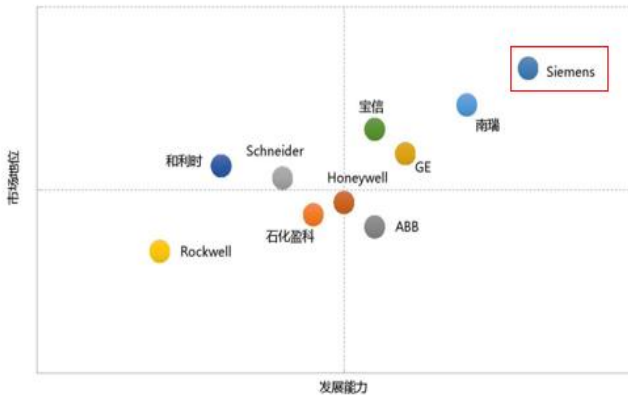


图 15：生产控制类软件市场规模占比，MES 需求量最大




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

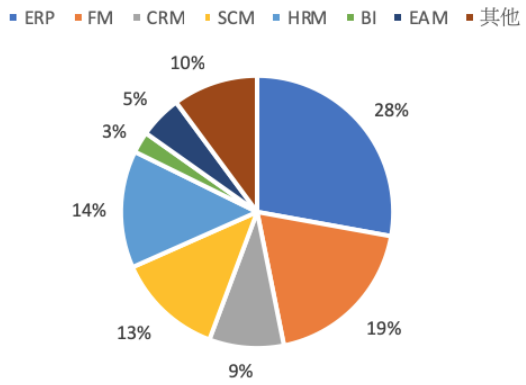
图 16：西门子在生产控制类软件中保持龙头地位，遥遥领先




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

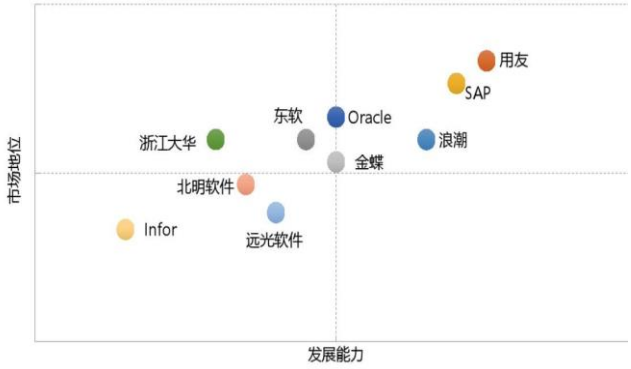
**信息管理类软件以 ERP 为核心，国内企业用友成为头部厂商。**1）市场结构：信息管理类软件类别更为丰富，市场更加分散， 企业资源管理系统（ERP） 需求量最大，占比 28%。2）市场竞争格局：国内企业占据大部分市场，用友处于行业领先地位，压倒老牌厂商 SAP 以及 Oracle。

图 17：信息管理类软件市场规模占比，ERP 需求量最大




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

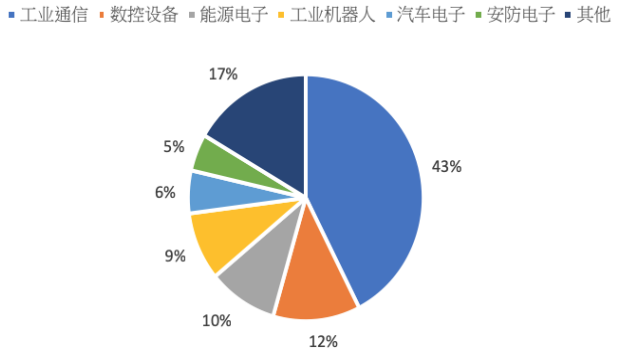
图 18：国内企业占据大部分市场，用友处于行业领先地位




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

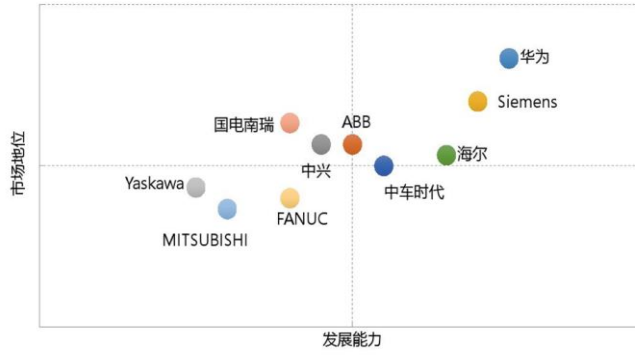
**嵌入式工业软件以工业通信为核心，华为荣当行业佼佼者。**1）市场结构：工业通信需求量远超过数控设备等子类，占比高达 43%。2）市场竞争格局：华为作为最大的嵌入式工业软件制造商，处于行业领先地位。海尔和中车时代发展能力仅次于西门子，国内企业在嵌入式工业软件中占据优势。

图 19：嵌入式工业软件市场规模占比，工业通信需求量最大




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所

图 20：国内海尔等企业发展潜力大，华为处于行业领先地位




资料来源：赛迪顾问，天风证券研究所



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz


**竞争优势：提供定制化的软硬件集成系统解决方案。**1）根据中国智能制造系统解决方案供应商联盟的资料，中国工业软件信息化服务企业总数超过 8000 家，而在当前阶段具备智能制造系统解决方案能力的供应商不到 10%。2）在众多子行业龙头中，南瑞、西门子等企业提供完整的工业软件系统及硬件设备，但产品标准化程度高，难以满足企业对软件的个性化需求。

**表 2：行业龙头产品同质化严重，能科股份可以提供软硬件集成的定制化解决方案**

| 神州软件 | 专注软件研发与系统集成，围绕智能制造为企业提供多种解决方案（仅软件） |
|---|---|
| 达索系统 | 提供以 3DEXPERIENCE 平台为基础的智能制造解决方案（仅软件） |
| 浪潮 | 提供浪潮 ERP 制造行业解决方案（仅软件） |
| 南瑞 | 提供标准化智能成套装备及整体解决方案（软件+硬件） |
| 西门子 | 提供智能电气设备与以产品生命周期管理软件（PLM）为核心的智能制造解决方案，产品标准化程度高（软件+硬件） |
| 能科股份 | 智能电气与智能制造双轮驱动，提供定制化智能装备及软件集成解决方案（软件+硬件） |

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

## 3. 能科股份未来发展

**成长因素：收购联宏科技，横向拓展业务领域。**根据联宏科技官网，在全球 10 大电子原始设备制造商 (OEM)中，有 8 家使用联宏科技的解决方案来提高研发 (R&D) 工作的有效性和效率。 在全球 10 大家电企业中，有 8 家使用联宏科技的解决方案来优化端到端的产品生命周期流程。

**表 3：联宏科技主要解决方案**

| 行业 | 主要解决方案 |
|---|---|
| 汽车及交通运输行业 | 面向汽车软件开发和工程的应用程序生命周期管理(ALM)与产品生命周期管理(PLM) |
| 电子和半导体行业 | 消费品和工业电子产品设计(西门子 PLM) |
| 能源及公共事业 | 适用于建筑信息建模(BIM)项目、运营和流程的建筑、工程和施工(AEC)设计、信息和流程管理软件 |
| 消费产品和零售业 | 用于服装、鞋类和饰品设计、产品开发、供应链协同以及新产品发布的产品生命周期管理软件(西门子 PLM) |

资料来源：联宏科技官网，天风证券研究所

**成长因素：收购联宏科技，纵向完善业务结构。**1）联宏科技主要提供以产品全生命周期管理系统（PLM）软件为核心，面向智能制造的整体解决方案服务。2）能科股份坚持智能制造、智能电气双轮驱动战略，主要提供软硬件集成的系统解决方案。


liaohan.net nblax520.com

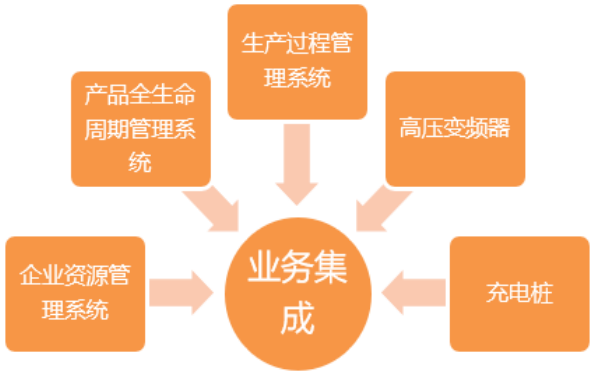
lax889889.com 299520.xyz



图 21：联宏科技通过开放式集成为客户提供解决方案

资料来源：联宏科技官网，天风证券研究所

图 22：能科股份主要提供软硬件集成的系统解决方案




资料来源：能科股份官网，天风证券研究所

**产业链上游：获得上游产业龙头西门子工业高度认可。**西门子在工业软件领域处于市场领先地位，联宏科技连续 9 年获得西门子最高级别铂金代理商称号（2009-2018），连续 7 年获得西门子大中华区最佳合作伙伴（2010-2017），以及连续 2 年荣获西门子亚太最佳合作伙伴（2015-2017）。

图 23：联宏科技被产业链龙头西门子高度认可

资料来源：联宏科技官网，天风证券研究所

**产业链下游：客户广泛分布于多个领域，多为行业龙头企业。**1）能科股份客户广泛分布于航空航发、航天军电、兵器装备、汽车、高端装备、高科技行业、电子和半导体等高端制造产业。2）联宏科技积累了包括机械制造、汽车、消费电子等领域在内的近 2000 家客户。

图 24：能科股份下游客户众多，分布于航空航发、高端装备等多个领域

资料来源：能科股份官网，天风证券研究所

图 25：联宏科技下游客户众多，主要集中在机械制造、汽车、消费电子等领域

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

**发展趋势：公司处于高速增长期，营收利润实现持续增长。**2019 年，公司实现营业总收入 7.7 亿元，同比增长 88%，净利润 0.9 亿元，同比增长 78%，增幅创 3 年新高。我们看好随着智能制造系统解决方案需求增加以及能科股份行业积累，未来营业收入及利润将保持高速增长。

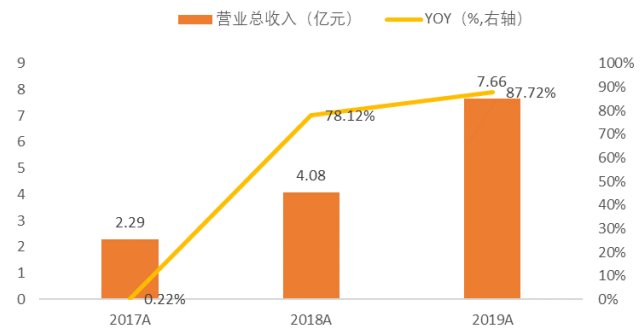


liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

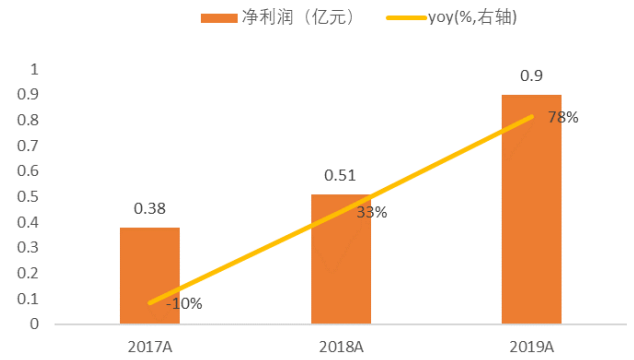


图 26：公司收入高增




资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：大力发展智能制造业务后,公司净利润高速上涨




资料来源：wind，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

**核心业务测算：**

1、**智能制造系统集成：**公司智能制造业务发展迅速，深耕国防军工、高科技电子与 5G、汽车及交通运输和装备制造等垂直行业的头部客户。同时看好联宏科技并购完成，充分发挥在技术、市场、管理等方面的协同效应。预计该业务 20 年~22 年增速分别为 49%/43%/38%。

2、**智能电气设备：**智能电气业务稳步发展，预计该业务 20 年-22 年增速分别为 10%/10%/10%。

表 4：公司主要业务收入预测

| 收入（亿元） | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 智能制造系统集成 | 1.01 | 2.18 | 5.66 | 8.44 | 12.06 | 16.59 |
| YOY | | 110.75% | 159.18% | 49.20% | 42.77% | 37.62% |
| 智能电气设备 | 1.28 | 1.9 | 2 | 2.2 | 2.42 | 2.662 |
| YOY | | 51.17% | 5.43% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 总收入 | 2.29 | 4.08 | 7.66 | 10.64 | 14.48 | 19.25 |
| YOY | | 78.12% | 87.72% | 39.00% | 36.00% | 33.00% |

资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计公司 2020 年至 2022 年营业收入分别为 10.64、14.48、19.25 亿元， 归母净利润分别为 1.28、1.80、2.46 亿元。我们选取 ERP 软件领域上市公司中的用友网络、鼎捷软件、汉得信息、赛意信息、宝信软件作为可比公司。5 家可比公司对应 2020 年 平均 PE 为 69.8 倍， 给予公司 20 年 70 倍估值，对应目标价 64.4 元。首次覆盖，给予“买入”评级。



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



表 5：可比公司

| 证券代码 | 公司名称 | 净利润（亿元） | | | | PE |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 当前市值（亿元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2020E |
| 600588.SH | 用友网络 | 1477 | 11.83 | 10.69 | 13.61 | 138 |
| 300378.SZ | 鼎捷软件 | 98 | 1.03 | 1.21 | 1.56 | 81 |
| 300170.SZ | 汉得信息 | 90 | 0.86 | 2.88 | 3.79 | 31 |
| 300687.SZ | 赛意信息 | 50 | 0.66 | 1.63 | 2.39 | 31 |
| 600845.SH | 宝信软件 | 789 | 8.79 | 11.53 | 14.28 | 68 |
| | 平均值 | - | - | - | - | 69.8 |
| 603859.SH | 能科股份 | 68 | 0.90 | 1.28 | 1.80 | 70 |

资料来源：wind、天风证券研究所

**风险提示：**

**工业软件发展不及预期：**疫情影响下游制造业客户 IT 预算受限。工业软件主要面对制造业企业，中小企业占多数，资金预算有限，需要投入生产设备或生产材料，疫情影响下，公司削减或推迟工业 IT 预算。

**公司市场拓展不及预期：**随着《中国制造 2025》战略的不断推进，智能制造市场前景广阔，优秀企业纷纷进入这一领域，而国外大型知名企业也加大了对中国市场的投入，市场竞争正在逐渐加剧。公司市场拓展可能不及预期。

**宏观经济波动风险：**公司主营业务面向国防军工、高科技电子与 5G、汽车及交通运输、装备制造等先进制造业，宏观经济的变化将直接影响我国制造业的兴盛繁荣，从而影响公司业务的市场需求。



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 138.19 | 371.69 | 394.59 | 244.18 | 573.97 |
| 应收票据及应收账款 | 477.32 | 607.58 | 800.00 | 900.00 | 1,000.00 |
| 预付账款 | 41.90 | 75.28 | 136.42 | 126.97 | 203.52 |
| 存货 | 50.92 | 205.52 | 171.53 | 277.70 | 367.79 |
| 其他 | 25.07 | 43.80 | 43.71 | 50.97 | 66.15 |
| **流动资产合计** | **733.41** | **1,303.87** | **1,546.24** | **1,599.82** | **2,211.42** |
| 长期股权投资 | 0.00 | 16.44 | 16.44 | 16.44 | 16.44 |
| 固定资产 | 44.87 | 128.54 | 149.13 | 189.78 | 229.47 |
| 在建工程 | 45.23 | 0.08 | 36.05 | 69.63 | 71.78 |
| 无形资产 | 111.52 | 223.88 | 212.32 | 200.76 | 189.20 |
| 其他 | 43.07 | 132.31 | 136.19 | 133.98 | 129.97 |
| **非流动资产合计** | **244.69** | **501.25** | **550.12** | **610.60** | **636.86** |
| **资产总计** | **978.09** | **1,805.12** | **2,096.37** | **2,210.41** | **2,848.28** |
| 短期借款 | 40.25 | 50.22 | 60.00 | 70.00 | 80.00 |
| 应付票据及应付账款 | 95.06 | 223.57 | 416.73 | 282.72 | 646.29 |
| 其他 | 41.64 | 141.24 | 95.49 | 141.24 | 147.13 |
| **流动负债合计** | **176.95** | **415.04** | **572.22** | **493.95** | **873.42** |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 8.33 | 8.88 | 9.58 | 8.93 | 9.13 |
| **非流动负债合计** | **8.33** | **8.88** | **9.58** | **8.93** | **9.13** |
| **负债合计** | **185.28** | **423.92** | **581.80** | **502.88** | **882.55** |
| 少数股东权益 | 83.11 | 92.53 | 113.06 | 143.63 | 179.94 |
| 股本 | 113.56 | 139.15 | 139.15 | 139.15 | 139.15 |
| 资本公积 | 285.25 | 753.62 | 753.62 | 753.62 | 753.62 |
| 留存收益 | 596.15 | 1,149.52 | 1,262.36 | 1,424.75 | 1,646.64 |
| 其他 | (285.25) | (753.62) | (753.62) | (753.62) | (753.62) |
| **股东权益合计** | **792.82** | **1,381.20** | **1,514.57** | **1,707.53** | **1,965.74** |
| **负债和股东权益总计** | **978.09** | **1,805.12** | **2,096.37** | **2,210.41** | **2,848.28** |

| 现金流量表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 63.00 | 100.33 | 128.07 | 180.22 | 246.09 |
| 折旧摊销 | 18.50 | 21.30 | 15.00 | 17.33 | 19.72 |
| 财务费用 | 0.09 | 3.16 | 1.28 | (0.47) | (0.61) |
| 投资损失 | (0.10) | 0.00 | (0.26) | (0.26) | (0.26) |
| 营运资金变动 | (123.27) | (79.90) | (75.92) | (290.58) | 92.02 |
| 其它 | 27.31 | (7.20) | 20.94 | 31.20 | 37.29 |
| **经营活动现金流** | **(14.47)** | **37.69** | **89.12** | **(62.56)** | **394.24** |
| 资本支出 | 113.85 | 287.66 | 59.30 | 80.65 | 49.80 |
| 长期投资 | (6.93) | 16.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (194.70) | (420.65) | (117.71) | (160.62) | (99.84) |
| **投资活动现金流** | **(87.78)** | **(116.54)** | **(58.41)** | **(79.97)** | **(50.04)** |
| 债权融资 | 40.25 | 50.22 | 60.00 | 70.00 | 80.00 |
| 股权融资 | 13.51 | 492.28 | (1.28) | 0.47 | 0.61 |
| 其他 | 21.76 | (260.37) | (126.53) | (88.35) | (105.03) |
| **筹资活动现金流** | **75.52** | **282.13** | **(67.81)** | **(17.88)** | **(24.41)** |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **现金净增加额** | **(26.74)** | **203.27** | **(37.10)** | **(160.41)** | **319.79** |

| 利润表(百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **407.95** | **765.80** | **1,064.46** | **1,447.66** | **1,925.39** |
| 营业成本 | 210.99 | 459.10 | 616.96 | 821.79 | 1,078.99 |
| 营业税金及附加 | 1.64 | 3.21 | 5.38 | 6.40 | 8.77 |
| 营业费用 | 37.17 | 54.77 | 151.10 | 205.50 | 327.32 |
| 管理费用 | 46.06 | 59.68 | 120.18 | 144.77 | 154.03 |
| 研发费用 | 47.07 | 68.94 | 10.64 | 14.48 | 19.25 |
| 财务费用 | (2.74) | 1.69 | 1.28 | (0.47) | (0.61) |
| 资产减值损失 | 19.34 | (0.52) | 9.59 | 9.47 | 6.18 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (0.67) | 0.11 | 0.15 |
| 投资净收益 | 0.10 | (0.05) | 0.26 | 0.26 | 0.26 |
| 其他 | (10.00) | 8.11 | 0.82 | (0.73) | (0.81) |
| **营业利润** | **58.33** | **110.88** | **148.91** | **246.09** | **331.87** |
| 营业外收入 | 7.02 | 0.33 | 5.26 | 4.20 | 3.26 |
| 营业外支出 | 1.01 | 2.76 | 1.31 | 1.70 | 1.92 |
| **利润总额** | **64.34** | **108.45** | **152.85** | **248.60** | **333.21** |
| 所得税 | 1.34 | 8.12 | 3.18 | 37.29 | 49.98 |
| **净利润** | **63.00** | **100.33** | **149.67** | **211.31** | **283.23** |
| 少数股东损益 | 12.29 | 10.22 | 21.61 | 31.09 | 37.14 |
| **归属于母公司净利润** | **50.71** | **90.11** | **128.07** | **180.22** | **246.09** |
| 每股收益（元） | 0.36 | 0.65 | 0.92 | 1.30 | 1.77 |

| 主要财务比率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 78.12% | 87.72% | 39.00% | 36.00% | 33.00% |
| 营业利润 | 43.12% | 90.08% | 34.30% | 65.26% | 34.86% |
| 归属于母公司净利润 | 32.93% | 77.68% | 42.13% | 40.73% | 36.55% |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率 | 48.28% | 40.05% | 42.04% | 43.23% | 43.96% |
| 净利率 | 12.43% | 11.77% | 12.03% | 12.45% | 12.78% |
| ROE | 7.15% | 6.99% | 9.14% | 11.52% | 13.78% |
| ROIC | 10.78% | 15.98% | 14.30% | 18.23% | 18.76% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 18.94% | 23.48% | 27.75% | 22.75% | 30.99% |
| 净负债率 | -12.35% | -23.27% | -22.09% | -10.20% | -25.13% |
| 流动比率 | 4.14 | 3.14 | 2.70 | 3.24 | 2.53 |
| 速动比率 | 3.86 | 2.65 | 2.40 | 2.68 | 2.11 |
| **营运能力** | | | | | |
| 应收账款周转率 | 0.92 | 1.41 | 1.51 | 1.70 | 2.03 |
| 存货周转率 | 8.22 | 5.97 | 5.65 | 6.45 | 5.97 |
| 总资产周转率 | 0.46 | 0.55 | 0.55 | 0.67 | 0.76 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益 | 0.36 | 0.65 | 0.92 | 1.30 | 1.77 |
| 每股经营现金流 | -0.10 | 0.27 | 0.64 | -0.45 | 2.83 |
| 每股净资产 | 5.10 | 9.26 | 10.07 | 11.24 | 12.83 |
| **估值比率** | | | | | |
| 市盈率 | 131.96 | 74.27 | 52.25 | 37.13 | 27.19 |
| 市净率 | 9.43 | 5.19 | 4.77 | 4.28 | 3.75 |
| EV/EBITDA | 18.83 | 17.16 | 38.96 | 25.21 | 18.09 |
| EV/EBIT | 20.89 | 18.89 | 42.85 | 26.99 | 19.17 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所



liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|---|---|---|---|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益-10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益-10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅-5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅-5%以下 |

### 天风证券研究


| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|---|---|---|---|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |




liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

如果群里报告过期

# 请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

## 扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。

liaohan.net nblax520.com